

# VU Research Portal

## **Beloningsprikkels voor bestuurders en commissarissen**

Raaijmakers, G.T.M.J.

### ***published in***

Gedrag en privaatrecht  
2008

### ***document version***

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### ***citation for published version (APA)***

Raaijmakers, G. T. M. J. (2008). Beloningsprikkels voor bestuurders en commissarissen. In W. H. van Boom, & I. Giesen (Eds.), *Gedrag en privaatrecht* (pp. 401-421). BJu.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

# HOOFDSTUK 16

## BELONINGSPRIKKELS VOOR BESTUURDERS EN COMMISSARISSEN

G.T.M.J. Raaijmakers<sup>1</sup>

### SAMENVATTING

*Zowel bestuurdersbeloning als commissarissenbeloning staat in de belangstelling. Hoewel dit op het eerste gezicht verschillende onderwerpen lijken, hebben ze gemeen dat ze raken aan de fundamentele ‘checks & balances’ van een onderneming. Samen vormen bestuurders en commissarissen de leiding van zo’n onderneming. Hebben ze daarbij de juiste prikkels om de belangen van de aandeelhouders en de overige betrokken stakeholders goed te behartigen? In de praktijk is deze discussie vaak snel politiek van aard. Dit is echter maar één kant van de zaak, en eerlijk gezegd een betrekkelijk beperkte. In deze bijdrage zal worden ingegaan op de vraag hoe de discussie vanuit een gedragsrechtelijk oogpunt kan worden bekeken.*

### 1 INLEIDING

De beloning van topbestuurders staat momenteel hoog op de politieke agenda. In het verlengde daarvan is er ook discussie over de beloning van commissarissen. Het debat heeft een sterk cyclisch karakter. Nadat de beloning van topbestuurders ondanks verschillende ‘maatregelen’ opnieuw sterk gestegen is, wordt wederom gedebatteerd over aanvullende wettelijke regelingen om die ontwikkeling af te remmen. Hierbij worden in de Tweede Kamer diverse ‘ballonnetjes’ opgelaten, uiteenlopend van het maximeren van bonussen, en fiscale ontmoediging tot het meer serieuze idee om de ondernemings-

<sup>1</sup> Advocaat en partner bij NautaDutilh te Amsterdam en hoogleraar ondernemings- en effectenrecht aan de Vrije Universiteit.

raad een adviesrecht te geven ten aanzien van de topinkomens binnen de onderneming.<sup>2</sup> Voor een deel vindt deze discussie haar grondslag in de vaak gehoorde klacht dat er door de sterke stijging van topinkomens een scheefgroei ontstaat in het ‘loongebouw’ en er daarmee een te grote druk ontstaat op de sociale cohesie die daarvan uit zou moeten gaan.

De discussie speelt echter ook een rol in het licht van *corporate governance*. Daar gaat het vooral om de koppeling tussen beloning en prestatie vanuit een oogpunt van ‘*incentives*’, prikkels. Sluit de beloningsstructuur wel aan bij de behoefte aan goede *checks & balances* binnen (beursgenoteerde) ondernemingen? Worden bestuurders voldoende geprikkeld om de belangen van de onderneming en haar aandeelhouders te dienen? Wanneer zijn die prikkels zo sterk dat de verleiding ontstaat om ‘over de schreef te gaan’, bijvoorbeeld door de financiële cijfers zodanig te manipuleren dat ondanks tegenvallende resultaten toch een bonus kan worden uitgekeerd? Wat is een juiste balans hierin? Hoe verhoudt de beloning van commissarissen zich tot hun toezichthoudende taak en is in dat licht denkbaar dat zij ook een variabele beloning krijgen? In dit *corporate governance*-debat ligt de nadruk op de beloningsstructuur als zodanig, en niet zozeer de enkele hoogte van beloningen, zij het dat die daarbij wel een rol kan spelen.<sup>3</sup>

Hierna ga ik eerst in op de effecten van regelgeving op de positie van bestuurders in het licht van hun beloning, om daarna stil te staan bij de commissaris.

## 2 BESTUURDERSBELONING

### 2.1 *Transparantie als tovermiddel?*<sup>4</sup>

Na de boekhoudschandalen van onder meer Enron en Ahold zijn regelgevers in actie gekomen om het systeem van het ondernemingsrecht en het financiële recht weerbaarder te maken. Vaak beogen de nieuwe regels bepaald wenselijk (integer) gedrag te bevorderen of juist onwenselijk gedrag te ontmoedigen, en vaak zijn deze regels gericht op het vergroten van transparantie door openbaarmakingsverplichtingen in het leven te roepen. Dat zien we ook bij het onderwerp topinkomens. De wetgever houdt ook na de boekhoudschandalen expliciet vast aan het uitgangspunt dat variabele beloning een nuttige functie vervult, dat het met andere woorden een goed middel is om bestuurders te prikkelen zich te gedragen naar het belang van de onderneming en haar aandeel-

2 Zie bijvoorbeeld het Tweede Kamer-debat over topinkomens in de private sector van 11 april 2007.

3 Vgl. S. van Wijnbergen, Bos én bedrijfsleven negeren het probleem, NRC 20 november 2007, waarin hij stelt dat topsalarissen een teken zijn van falende corporate governance.

4 Zie hierover uitgebreider Raaijmakers (2006a).

houders.<sup>5</sup> Maatregelen kunnen gericht zijn op het bestrijden van de uitwassen, zo lijkt de benadering te zijn. Transparantie lijkt hierbij een soort toverwoord. Het ‘*sunlight-effect*’ wordt het door Amerikanen genoemd; wat het daglicht niet kan verdragen, zal door transparantie vanzelf verdwijnen.<sup>6</sup> Het publieke debat zal voor matiging en structuurverbetering zorgen.<sup>7</sup> De vraag is of dit soort doelen inderdaad kunnen worden bereikt met meer transparantie. Tot dusver lijkt de grotere transparantie door de onderlinge vergelijkbaarheid van inkomens eerder een opdrijvend dan een afremmend effect te hebben.<sup>8</sup> Intussen kunnen bij de beoogde gedragsverandering zelf ook vraagtekens worden geplaatst. De Amerikaanse econoom Michael Jensen heeft begin jaren negentig met zijn rechtseconomische pleidooi voor variabele beloning als prikkelinstrument aan de wieg gestaan van de stormachtige ontwikkeling ervan in de jaren daarna.<sup>9</sup> Inmiddels is ook hij aan de juistheid van dit uitgangspunt gaan twijfelen.<sup>10</sup> De vraag is of dergelijke gedragssturing niet te complex is en of in de praktijk de mogelijkheden van misbruik wel adequaat kunnen worden uitgesloten. Het zijn vragen waar de wetgever en de juridische wetenschap zich in Nederland en Europa nauwelijks mee bezig lijken te houden. Dit alles is illustratief voor een breder probleem. De laatste jaren laten in Nederland en Europa een explosie zien van nieuwe regelgeving op het terrein van het ondernemingsrecht, het effectenrecht en het accountantsrecht. Hoewel vaak gezegd wordt dat aan deze kant van de oceaan een model wordt nagestreefd van dialoog en harmonie, is er ook hier een onmiskenbare tendens naar strenge, meer gedetailleerde (*compliance*)regels. Gedragssturing is ook hierbij belangrijk. Men zou verwachten dat dan ook wordt nagedacht over de vraag of de ontworpen regels inderdaad het gewenste effect opleveren. Er worden wel steeds vaker inschattingen gemaakt welke directe kosten regelgeving tot gevolg heeft. Maar daar wordt vreemd genoeg de vraag naar gedragseffecten en onwen-

5 Kabinetsreactie Code Tabaksblat, p. 15. Zie ook Kamerstukken II 27 900, nr. 5, p. 3; Kamerstukken II 29 449, nr. 2, p. 10. Zo ook par. 4.2 Rapport Winter. Zie verder De Groot (2005), p. 464. Ook in de VS wordt dit uitgangspunt nog altijd gehanteerd. Zie bijv. Bebchuk, Fried (2004), o.a. op p. 10 e.v.

6 Vgl. bijv. de Kabinetsreactie Code Tabaksblat, p. 22-24. Zie ook Kamerstukken II 27 900, nr. 3, p. 5; transparantie moet volgens de regering voorkomen dat bestuurders en commissarissen zich laten leiden door hun eigen financiële belangen. Zie ook Ebke (2003), p. 173 e.v. Vgl. ook, zij het aanmerkelijk voorzichtiger, Ferrarini, Moloney (2004), o.a. op p. 299 e.v.; Hansmann, Kraakman (2005), p. 22 e.v.

7 Kamerstukken II 29 752, nr. 2, p. 20. De aandeelhoudersvergadering kreeg in dit verband de bevoegdheid het beloningsbeleid als zodanig vast te stellen en daarmee een vuist te maken jegens de ondernemingsleiding. Artikel 2:135 BW en daarover Kamerstukken II 29 752, nr. 2, p. 14; Kamerstukken II 28 179, B, p. 6; nr. 31, p. 4; Kamerstukken II 30 189, nr. 5, p. 5; Kamerstukken II 29 449, nr. 1, p. 16; nr. 2, p. 10-11. Ook op Europees niveau wordt een vergelijkbare – zij het wat verder afgezwakte – benadering gekozen. Zie de Aanbeveling van de Commissie van 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, van 29.12.2004, Pb.L. 385/55.

8 Zie vergelijkbare kritische kanttekeningen van de Raad van State bij de soortgelijke discussie over de topinkomens in de publieke sector en de plannen over de aanpak daarvan: Kamerstukken II 30 189, nr. 5, p. 3.

9 Zie Jensen, Murphy (1990), p. 225-264.

10 Jensen, Murphy (2004), o.a. op p. 22. Zie ook Bebchuk, Fried (2004), p. 4.

selijke neveneffecten niet bij betrokken. Er wordt uitgegaan van de rationeel handelende mens die een logische afweging maakt en zich door regelgeving en sancties laat sturen. De werkelijkheid is – uiteraard – veel weerbarstiger.

In de economie, met name in de VS, is men verder in het bestuderen van de consequenties van juist de irrationaliteit van het menselijk handelen. Voorheen ging men uit van de rationele mens en geloofde men in efficiënte financiële markten: beleggers kunnen steeds alle relevante informatie op waarde schatten en de juiste beslissingen nemen. Door de opkomst van de *Behavioral Economics* is die vooronderstelling de afgelopen decennia gedemonteerd. Deze stroming nam de cognitieve psychologie tot uitgangspunt waarin juist irrationele gedragspatronen centraal staan. Een voorbeeld is de overmoed van mensen. Het blijkt dat gebeurtenissen waarvan mensen denken dat die zich zeker zullen voordoen, slechts in 80% van de gevallen voorkomen. Terwijl omgekeerd zaken die ze voor onmogelijk houden toch nog in 20% van de gevallen gebeuren.<sup>11</sup>

Nauw hieraan verwant is het ‘over-optimisme’. Als mensen bijvoorbeeld gevraagd wordt een inschatting te maken van hun eigen vakkundigheid, sociale vaardigheden en humor, denkt 90% dat zij uitsteken boven het gemiddelde. Wiskundig is dat toch wat lastig. Daar komt bij dat mensen vooral gericht blijken te zijn op informatie die hun opvatting bevestigt. Daarvan afwijkende informatie wordt vaak genegeerd.<sup>12</sup> Een bekende menselijke neiging is ook die van het conservatisme: mensen vinden het erg moeilijk af te stappen van een eenmaal ingenomen zienswijze, hoezeer daar ook puur logisch alle reden toe zou zijn. Zo zijn er nog vele andere gedragspatronen waar veel onderzoek naar is gedaan.

Menselijk gedrag is kortom vaak juist niet rationeel verklaarbaar. Het wordt beïnvloed door menselijke neigingen die juist niet logisch zijn en de oordeelsvorming en keuzes van mensen vertroebelen. In de *Behavioral Economics* worden deze inzichten verdisconteerd om zo een beter model te kunnen ontwerpen dat een grotere voorspellende waarde heeft. Zo kan worden aangetoond dat financiële analisten bij nieuwe positieve informatie over een onderneming sneller terugkomen op een eerder verkoopadvies, dan dat ze bij negatieve informatie terugkomen op een koopadvies. Ook laat onderzoek zien dat beleggers er wel degelijk van uitgaan dat resultaten uit het verleden garanties bieden voor de toekomst. Bij gebrek aan andere referentiepunten laten zij zich daardoor leiden, terwijl de beleggingsresultaten daar op zichzelf geen aanleiding toe geven. Ook suggereert onderzoek dat het feit dat veel bedrijfsovernames geen waarde toevoegen, te herleiden is tot overmoed en ‘over-optimisme’ van bestuurders. Zij blijken te snel uit te gaan van de juistheid van hun eigen analyse over te behalen synergieën en brengen daarom te snel een te hoog bod uit op de over te nemen onderneming.

11 Thaler (2005), p. 667 e.v.

12 Thaler (2005), p. 667 e.v.

Wat betekent dit alles nu voor regelgevingsprocessen? Er is op dat vlak een groeiende behoefte aan meer heldere structuren. Ondernemingen klagen steen en been over de toenemende regeldruk, ook al is dat mogelijk deels ingegeven door koudwatervrees en weerstand tegen bijvoorbeeld veranderende machtsverhoudingen. Maar voor een ander deel is die kritiek zeker ook terecht. Het klimaat voor nieuwe regelgeving is 'gunstig': de overheid staat na de boekhoudschandalen en de economische malaise onder druk en neemt de makkelijke weg, te weten het snel ontwerpen van nieuwe strenge regels. Nu wil ik zeker niet beweren dat die nieuwe regels per definitie slecht zijn. Integendeel. Veel van die nieuwe regels behelzen een noodzakelijke modernisering van ons systeem die waarschijnlijk al veel eerder had moeten worden doorgevoerd. Alleen dreigen in de stormachtige ontwikkeling op dit moment wel het overzicht en de richting zoek te raken. Er is behoefte aan een strakker kader en duidelijkere visie over hoe ondernemerschap maximaal kan worden gestimuleerd binnen wenselijke integriteitswaarborgen. Meer aandacht voor en inzicht in de gewenste en ongewenste gedragseffecten kunnen daaraan bijdragen.

Dat vereist dat twee keer moet nagedacht voordat toegegeven wordt aan de sterke neiging om 'alles dicht te timmeren' met '*hard and fast rules*'. Transparantie dwingt tot meer verantwoording. Maar onderzoek laat zien dat het ook keerzijden heeft. Zo kan het leiden tot een grotere spanning tussen korte en lange termijn, denk aan kwartaalberichten. Door het toegenomen gebruik daarvan is de neiging om heel gericht te zijn op de korte termijn verder toegenomen. Ook kan transparantie tot *moral hazards* leiden. Meer verantwoordingsplicht leidt tot een machtsverschuiving. Aandeelhouders krijgen meer te vertellen, waardoor commissarissen de neiging kunnen voelen het dan maar aan hen over te laten. Dergelijke verschuivingen doen inherent afbreuk aan onderling vertrouwen als basis. Bovendien gaat de transparantiegedachte impliciet uit van een corrigerende werking door de markt die er in de praktijk lang niet altijd is. Zo was in het geval van Enron veel van de belastende informatie door de onderneming wel degelijk op voorhand openbaar, zonder dat dit tot marktcorrecties of zelfs kritische vragen had geleid. Ook bij de financiële bijsluiter zien we dat: er is meer informatie over complexe financiële producten beschikbaar, maar onderzoek toont aan dat het overgrote deel van de consumenten daar geen acht op slaat. Transparantie is kortom niet het tovermiddel waar het nogal eens voor wordt gehouden.

Moet dan maar niet naar meer transparantie worden gestreefd? Dat is niet gezegd. Transparantie is een krachtig middel dat niet altijd goed te controleren is en even krachtige onwenselijke neveneffecten kan hebben op het gedrag van mensen. Het moet dus onderdeel zijn van een doordacht normenkader, waarbij een goede balans bestaat tussen verantwoording en onderling vertrouwen om zodoende optimale gedragseffecten te bereiken. De juridische en economische wetenschap hebben een belangrijke rol om

die balans te vinden. Regelgevers zullen gedragseffecten daarbij nadrukkelijker moeten adresseren.

Voor zover een regel een gedragseffect beoogt, dient een helder omschreven doel te worden geformuleerd en een duidelijk toetsbare hypothese te worden gesteld over te verwachten gedragseffecten en ongewenste neveneffecten. Vervolgens zal na enige tijd geëvalueerd moeten worden of de hypothese juist blijkt te zijn dan wel of bijsturing noodzakelijk is. Ook hierbij is nader onderzoek onontbeerlijk. Kijkend bijvoorbeeld naar analyses over de boekhoudschandalen, kan worden geconstateerd dat er een veelheid is aan meningen, maar een tekort aan grondig empirisch onderzoek. Hoe minder feiten, hoe meer theorieën, zegt een oud Chinees gezegde. Kort gezegd: snelle, ogenschijnlijk krachtige oplossingen geven op de korte termijn misschien een bevredigend gevoel. We kunnen hierin gemakkelijk bedrogen uitkomen en er achter komen dat het beloofde heilzame effect slechts een illusie bleek.

## 2.2 *Opnieuw nieuwe regelgeving*

Zoals gezegd wordt er opnieuw gedebatteerd over nieuwe regelgeving ten aanzien van de bestuurdersbeloning. Wederom onder druk van de publieke opinie en de media wordt de roep hierom sterker en zullen maatregelen ongetwijfeld niet uitblijven. De loonontwikkeling van topinkomens moet worden afgeremd en bestuurders moeten betere *incentives* krijgen, meer gericht op langetermijnduurzaamheid dan korte termijn-snelle winst.<sup>13</sup> Positief is dat hierbij ook vaker gebruik wordt gemaakt van onderzoek naar de daadwerkelijke relatie tussen prestatie en beloning. Te wijzen valt bijvoorbeeld op het advies van de zogeheten Raad van Economische Adviseurs (REA) van 25 september 2007 over ‘Van de verdeling komt de winst’.<sup>14</sup>

De REA trekt een aantal harde conclusies over de ontwikkeling van de topinkomens. Zo is de REA kritisch over het veelgehoorde tegenargument dat in een steeds verder globaliserende wereld Nederlandse ondernemingen geen keuze hebben dan mee te gaan in de wereldwijde trend van steeds hogere topinkomens. De REA stelt dat de internationale mobiliteit van topmanagers beperkt is, aangezien de meerderheid nog altijd afkomstig is

13 Zie in die zin het TK-debat van 11 april 2007 over topinkomens in de private sector. Vgl. ook de Kabinetsreactie Code Tabaksblat (*Kamerstukken II* 29 449, nr. 1), p. 11 e.v. Vgl. verder punt 3 van de verantwoording bij de Code Corporate Governance. Zie ook Bertrand, Mullainathan (2001), p. 901-932; Jensen, Murphy (2004), p. 22. Laatstgenoemde beschouwen corporate governance en beloning als ‘*highly inter-related*’. Het onderwerp behoort, aldus de regering in de Nota Modernisering Ondernemingsrecht, tot het vraagstuk van integriteit, zij het dat ervoor wordt gewaarschuwd dat regels fraude niet zullen kunnen voorkomen. Zie *Kamerstukken II* 29 752, nr. 2, p. 13-14; *Kamerstukken II* 28 179, nr. 31, p. 6 en nr. 52, o.m. op p. 8.

14 De REA is een onafhankelijke raad die de Tweede Kamer gevraagd en ongevraagd advies geeft over financieel-economische aangelegenheden die het maatschappelijk belang raken.

uit het land van herkomst. Bovendien zijn de landenverschillen groot, zij het dat daarbij dan vooral gekeken lijkt te worden naar niet-Anglo-Amerikaanse markten versus Engeland en Amerika. Maar interessant voor het onderwerp van dit artikel is vooral dat de REA van oordeel is dat de koppeling tussen prestaties en beloning zoek is, en dat de oorzaak daarvan primair een falende *corporate governance* is. Een mogelijke alternatieve verklaring voor de sterke stijging van topinkomens, zo stelt de REA in een echo van het bekende onderzoek van Bebchuck en Fried over Pay without Performance (2004), is dat topmanagers de macht bezitten om hun eigen beloningspakket samen te stellen. 'Een effectieve tegenmacht ontbreekt. De toezichtstructuur kraakt. Hiermee zijn de belangen van de aandeelhouder noch werknemer op de lange termijn gediend', aldus de REA. De raad stelt dat zelfregulering niet werkt, en geeft aan dat de overheid zelf perk en paal moet stellen aan de onevenwichtigheid.

In een reactie op dit advies heeft de minister van Financiën aangegeven de zorgen van de REA te delen.<sup>15</sup> De minister stelt dat de hoogte van de beloningen in de private sector primair een zaak is van de aandeelhouders en commissarissen, zij het dat het kabinet die commissarissen wel heeft opgeroepen een beloningsplafond toe te passen. De hoogte en de structuur van beloningen dienen immers zodanig te zijn dat het belang van de onderneming wordt gediend, en een bestuurder niet in zijn eigen belang handelt. De minister wijst op het plan om met een wetsvoorstel te komen de ondernemingsraad adviesrecht te geven ten aanzien van het beloningsbeleid bij beursvennootschappen, en tot slot wijst hij op een wijziging in de op 28 oktober 2007 ingevoerde nieuwe regels voor openbare biedingen. Daarin is nu kort gezegd een verplichting opgenomen om bij overnamebiedingen de vergoedingen openbaar te maken (in het zogeheten biedingsbericht) die bestuurders en commissarissen van zowel de bieder als de doelwitvennootschap krijgen voor zover die verband houden met het bod.<sup>16</sup> Dit is een aanmerkelijke verruiming ten opzichte van de oude regeling.<sup>17</sup> Hoewel aan transparantie op zichzelf de nodige nadelen kleven zoals in de vorige paragraaf bleek, vult deze nieuwe bepaling een belangrijk hiaat in de regelgeving. Een systeem van transparantie over beloningen, onder meer bij openbare biedingen, heeft immers niet veel zin wanneer heel belangrijke vergoedingen zoals incentives die door een bieder aan de bestuurders van de doelwitvennootschap worden verstrekt, er volledig buiten vallen.

15 Brief van minister Bos aan de Tweede Kamer van 1 oktober 2007; Schriftelijke reactie REA-advies 'Van de verdeling komt de winst'.

16 Artikel 2.9 Bijlage A bij het Besluit openbare biedingen.

17 Het viel verder hooguit slechts in algemene zin onder 2:383c BW. Verder verplichtte noch artikel 9i Bte, noch het voorontwerp voor het Besluit Openbare Biedingen hiertoe. Wel verplichtte artikel 9i sub p Bte om in het biedingsbericht weer te geven 'het totale bedrag der eventuele vergoedingen aan de bestuurders en commissarissen van de doelvennootschap die bij gestanddoening van het bod zullen aftreden.'



Het is dus positief dat meer dan voorheen gebruikgemaakt lijkt te worden van onderzoeken over topinkomens alvorens wettelijke maatregelen worden afgekondigd. Toch heb ik de indruk dat deze toch al zo beladen discussie nog altijd danig wordt vertroebeld door oneigenlijke elementen zoals opportunisme en incidentalisme. Ook wordt het debat over de juiste prikkels voor bestuurders constant verstoord door het meer aandacht trekkende debat over de enkele hoogte van beloningen. Abstraherend van dat alles en van de ontwikkeling van de markt zelf, is nog geen duidelijk antwoord gevonden op de vraag of variabele beloning heeft gebracht wat zij beloofde: een echte '*alignment of interests*' tussen bestuurders en aandeelhouders en de vennootschap. Dat veronderstelt dat een bestuurder met een agressief variabel beloningspakket beter zijn best doet om de onderneming goed te laten presteren dan een bestuurder die alleen maar een vast salaris ontvangt. Is dat nu echt zo? Onderzoek suggereert dat managers vanuit hun over-optimisme vaak al denken dat ze bezig zijn de waarde van de onderneming te vergroten – zelfs als dat niet het geval is – en dat variabele beloning hun gedrag daarom niet zal veranderen.<sup>18</sup> Kan bestuurdersgedrag überhaupt adequaat worden gestuurd, zonder het meteen teniet te doen vanwege ongewenst kortetermijn- en manipulatiegedrag dat tegelijkertijd wordt bevorderd?<sup>19</sup> Misschien is '*alignment of interests*' als ratio voor variabele beloning een illusie. Het lijkt gerechtvaardigd een debat te voeren over herbezinning van variabele beloning '*as such*', mede in het licht wat managers nu werkelijk motiveert en welke omgevingsfactoren bepalend zijn voor hun gedrag.<sup>20</sup>

Bovendien is de vraag of het probleem van boekhoudschandalen niet nog veel breder is en dieper zit. De vraag is of wij corporate governance in het algemeen niet te formalistisch benaderen. Of we niet – bij gebreke van iets beters – te zeer proberen menselijk gedrag te reguleren door formele regels. Kijk bijvoorbeeld naar de voorbeeldfunctie van Chief Executive Officers ('CEO's'). In managementonderzoek wordt al veel langer gewerkt met psychologische analyses. Verschillende onderzoeken laten zien dat de invloed van CEO's op de cultuur – en daarmee het gedrag – binnen de organisatie in het algemeen groot is.<sup>21</sup> Meer in het algemeen blijkt uit psychologisch onderzoek dat gedrag van medewerkers

18 Thaler (2005), p. 62. Zie ook p. 667 e.v. Vgl. ook Conyon, Murphy (2002), p. 625 e.v. waar zij laten zien dat de onderzoeksgegevens over de laatste decennia twijfels doen rijzen naar het verband tussen variabele beloning en prestaties van de onderneming. Zie ook Bebchuk, Fried (2004), p. 6 e.v.

19 Jensen, Murphy (2004), p. 18: CEO's proberen kortetermijnkoersen te verhogen ten koste van langetermijnwaarde-groei.

20 Dat een eerder debat n.a.v. de regel in de concept Code Tabaksblat dat het variabele gedeelte van de beloning slechts 50% mag zijn op niets is uitgelopen doet daaraan m.i. geen afbreuk. Bij die gelegenheid heeft geen debat plaatsgevonden over de effectiviteit van de huidige beloningssystematiek zoals hier besproken. Zie hierover punt 33 van de Verantwoording bij de Code Corporate Governance. Vgl. verder Skeel (2005), p. 204 e.v.; Bebchuk, Fried (2004), die betogen dat het kernprobleem bij bestuurdersbeloning is dat deze bij gebreke van werkelijk '*arm's-length*'-onderhandelingen niet op de juiste wijze tot stand komt.

21 Zie daarover bijv. Jansen (2003), p. 336. Vgl. ook het populaire managementboek van Covey (2003), p. 172 e.v. over het belang van integer gedrag van managers in een organisatie.

binnen een organisatie vaak veel meer dan men denkt bepaald wordt door omgevingsfactoren, dan hoe de persoon in kwestie zelf is.<sup>22</sup> In dit licht is ook de vraag relevant welke omgevingsfactoren verantwoordelijk zijn voor het soort van super-CEO's – of '*celebrity CEOs*' zoals Skeel ze noemt<sup>23</sup> – die eind jaren negentig vermoedelijk een groot aandeel hadden in het ontstaan van de boekhoudschandalen.<sup>24</sup> Het betreft hier zeer charismatische CEO's, vaak met een financiële achtergrond, die ondernemingen in de toenmalige hausse bestuurden als financiële producten en daarbij op handen gedragen werden door de financiële markt en media.<sup>25</sup>

Wordt het niet tijd dat we erkennen dat dit soort 'softe factoren' als cultuur binnen het bedrijf en binnen het bestuur zo wezenlijk zijn voor integriteitsbevordering in het ondernemingsrecht dat we daar ook juridisch iets mee moeten? Is het koesteren en bevorderen van voorbeeldgedrag door het bestuur niet iets waar de raad van commissarissen nadrukkelijk op moet sturen? Zouden RvC, aandeelhouders, analisten en misschien zelfs accountants niet nadrukkelijker bedacht moeten zijn op omgevingsfactoren die narcisme bevorderen en daarop moeten monitoren? Zou het effectief zijn als zij hiertoe in de Code Tabaksblat expliciet aangezet worden? Dit wordt wellicht makkelijk weggewuifd als 'luchtfietserij' en 'daar kunnen we niets mee', maar wie naar psychologisch onderzoek kijkt, zal aanknopingspunten vinden dat dit soort factoren mogelijk zelfs een grotere invloed heeft op integriteit dan het naleven van talloze formele 'compliance-regels'. Het is dan opmerkelijk dat zoveel tijd besteed wordt aan het laatste en zo weinig aan het eerste. Misschien zou 'cultuurmanagement' gezien de grote invloed op de organisatie, zowel wat integriteit als prestatievermogen betreft, wat minder vrijblijvend moeten worden.<sup>26</sup>

Ik wil overigens benadrukken dat formele regels niet zinloos zijn. Ik zeg alleen dat zij mogelijk slechts een betrekkelijk beperkt effect hebben op het gedrag van de mensen dat ze beogen te reguleren. Meer aandacht voor de 'softe', materiële factoren kan een nuttige aanvulling zijn op die regels en kan helpen om daadwerkelijk een veel robuustere *governance* van Nederlandse ondernemingen te ontwikkelen.<sup>27</sup>

22 Zie Jansen (2003), p. 19 e.v.

23 Skeel (2005), p. 151.

24 Vgl. Skeel (2005), o.a. op p. 6 e.v.

25 Vgl. ook Smit (2004), p. 296 e.v.

26 Vgl. Musschenga (2004), p. 170 e.v.; Skeel (2005), p. 170 e.v.

27 Vgl. ook de zgn. Hermes Principles van 2002 (hermes.co.uk), waarin de Engelse institutionele belegger Hermes een meer materiële benadering van de hele governance-discussie voorstaat.

## 3 COMMISSARISSENBELONING

3.1 *Inleiding*

In het debat over topinkomens wordt de beloning van commissarissen vaak in één adem genoemd met die van bestuurders. Het is de vraag of dat terecht is. Commissarissen hebben een andere rol binnen de *governance* van beursondernemingen en bovendien zien we hier een heel andere ontwikkeling. Weliswaar is er ook een stijging zichtbaar in de beloning van de commissarissen, maar die gaat ook gepaard met een veranderende taak van de raad van commissarissen. Interessant hierbij is de discussie of bij die veranderende taak niet ook gedacht moet worden over het verruimen van de mogelijkheden om commissarissen – net als bestuurders – te belonen met vormen van variabele beloning. Op het eerste gezicht lijkt dit in strijd met de onafhankelijkheid van hun positie, maar de vraag is of dit niet een te ongenueanceerde benadering is. Ik zal bij deze vraag hierna stilstaan, aangezien de discussie de kern raakt van de taak van de commissaris in het systeem van *checks & balances* binnen de onderneming en de vraag welke rol beloning daarbij moet spelen en daarbij ook welke prikkels er zijn voor commissarissen en of die prikkels hen helpen of juist belemmeren in het uitoefenen van hun taak.<sup>28</sup> Voordat ik aan die vragen toekom, ga ik eerst in op het onderwerp van resultaatafhankelijke beloning als zodanig.

3.2 *Resultaatafhankelijke beloning voor de commissaris?*

De vraag of het wenselijk is commissarissen variabel, resultaatgerelateerd te belonen, is onlosmakelijk verbonden met de bredere vraag naar de rol, taken en verantwoordelijkheden van de commissaris. Die rol is minder duidelijk dan wel wordt verondersteld en het debat over de beloning legt dat bloot. Het bevreemdt dan ook allermindst dat al heel lang wordt gediscussieerd over de taak en rol van commissarissen. Heeft hij (ook) een maatschappelijke functie? Of is hij, zoals vaak wordt gesteld, slechts de ‘vriend van het bestuur’? Is hij, anders gezegd, vertrouwensfiguur van het bestuur of juist van de aandeelhoudersvergadering (‘AVA’), de beleggers of zelfs van ‘het publiek’? Het zijn vragen waar al in de eerste helft van de vorige eeuw over werd gedebatteerd.<sup>29</sup> In het rapport van de Commissie Verdam werd zelfs de introductie van een ‘commissaris algemeen belang’ voorgesteld. De discussies die hebben geleid tot invoering van het structuurregime hebben – in deze ontwikkeling – ook geleid tot de invoering (in

28 Zie uitgebreider Raaijmakers (2007), p. 35 e.v.

29 Zie daarover bijv. Van der Grinten (2004), p. 547 e.v.; Den Boogert (2005), p. 252 e.v.

1971) van de huidige wettelijke gedragsnorm voor commissarissen van artikel 2:140/250. Van stond af aan had die opdracht een tweeslachtig karakter. Niet alleen moet de raad immers ‘toezicht (...) houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming’. Ook staat hij ‘het bestuur met raad terzijde’. Bij de vervulling van hun taak moeten de commissarissen zich bovendien niet laten leiden door deelbelangen, maar zich richten ‘naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming’.

Het was een soort toverformule die nadien onderwerp bleef van veel discussies. Wat is ‘het vennootschappelijk belang’? Hoe is de overheidscommissaris met het concept van onafhankelijkheid te verenigen?<sup>30</sup> Hoe kan een commissaris twee heren tegelijkertijd dienen, het bestuur én de aandeelhouders?<sup>31</sup> Hierbij moet worden opgemerkt dat een RvC in besloten verhoudingen uiteraard een andere positie inneemt dan in open beursondernemingen met sterk gespreid aandelenbezit. Anders echter dan men mogelijk zou verwachten, fungeert de RvC in besloten verhoudingen in het algemeen sterker als ‘vertegenwoordiger’ van aandeelhouders dan in beursondernemingen. De praktijk laat zien dat de RvC in besloten verhoudingen vaak geheel of ten dele bestaat uit aandeelhoudersvertegenwoordigers, terwijl in open verhoudingen de RvC juist dichter bij het bestuur staat en min of meer tegenover de aandeelhouders, althans dat is de perceptie van velen. Hierbij past de kanttekening dat het werk van commissarissen in de regel niet zichtbaar is en zij pas ‘face to face’ verantwoording afleggen aan aandeelhouders over hun eerdere taakvervulling. De perceptie blijft echter, terecht of onterecht, sterk.<sup>32</sup>

Dat commissarissen na de boekhoudschandalen als spil van het ‘old boys network’ veel kritiek kregen, was dan ook niet verbazingwekkend. Verschillende ideeën voor een principieel nieuwe invulling van hun rol werden gelanceerd, zoals het voorstel om de impasse te doorbreken door de adviserende rol van de RvC onder te brengen bij nieuw in te stellen non-executieve leden van de raad van bestuur en de toezichthoudende rol te laten bij een afzonderlijke raad van commissarissen (‘RvC’).<sup>33</sup> ‘Tabaksblat’ koos een andere weg. In de Code Corporate Governance wordt de rol van de RvC in het Nederlandse *governance*-systeem aanzienlijk verzwakt. Velen zien hierin een verschuiving naar een one-tiermodel, zodat wij inmiddels bij een 1,5-tier zijn beland.<sup>34</sup> Toch legt de Code ook sterk de nadruk op de onafhankelijkheid van de commissaris, een lijn die ook de Europese

30 Zie daarover bijv. Honée (1984), p. 105 e.v.

31 Vgl. o.m. Honnée (1996), p. 276 e.v.

32 Vgl. hierover ook Den Boogert (2005), p. 252 e.v.

33 J.G. Wissema, Fd 28 augustus 2003.

34 Vgl. Beckman (2005), p. 251; Van den Hoek (2005), p. 344. Zie uitgebreid over de juridische verschillen tussen het *one-tier* en het *two-tier* model Dumoulin (2005), p. 266 e.v.

Commissie stimuleert.<sup>35</sup> De rol van de commissarissen wordt ook door andere ontwikkelingen verzaamd, vooral door een steeds grotere verantwoordingsplicht en nadruk op medeverantwoordelijkheid.<sup>36</sup> Commissarissen gaan strenger en meer zichtbaar optreden, mede onder invloed van overheidstoezichthouders en de rechterlijke macht.

Dit wordt geïllustreerd door ontwikkelingen als het besluit van DNB om in de zomer van 2006 het vertrouwen in de CEO van een bank op te zeggen en daarmee impliciet de RvC te ‘overrulen’ die van mening was dat de *compliance*-fouten met een interne boete konden worden afgedaan,<sup>37</sup> de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam in de Ahold-strafzaak dat het onbegrijpelijk is en onbehoorlijke taakvervulling oplevert als een lid van het *audit committee* en van de RvC de managementletters niet bestudeert,<sup>38</sup> en het scherpere toezicht dat de Ondernemingskamer verwachtte van de commissarissen in een cruciale en kwetsbare periode voor de bewuste vennootschap in de Laurus-uitspraak.<sup>39</sup> Dat die signalen het handelen van commissarissen beïnvloeden, zien wij in het snellere gebruik van hun bevoegdheid om bestuursleden te ontslaan, een afnemende tolerantie en de facto een sterkere invloed. Nog in 2000 schreef Maeijer: ‘De raad van commissarissen [dient] niet, zoals soms ten onrechte wordt aangenomen, (...) op te treden als een soort super-bestuur dat hiërarchisch staat boven het bestuur. (...) Een voortdurend toezicht op het dagelijks beleid van het bestuur behoort niet tot de taak van de raad van commissarissen; het is in de praktijk ook niet te realiseren.’<sup>40</sup> Die stelling lijkt snel achterhaald te worden door de feiten.

De ambivalente positie van commissarissen tussen bestuur en AVA is echter nog steeds onopgelost. Tabaksblat maakte niet een echte keuze. Door enerzijds de afstand van de RvC tot het bestuur te verkleinen en anderzijds in het belang van de aandeelhouders en de vennootschap de afstand te vergroten door een sterke nadruk op hun onafhankelijke positie, leidt die ambivalentie tot een nauwelijks uitvoerbare opdracht. Den Boogert sprak over ‘een verknipte figuur’<sup>41</sup> en bepleit alsnog een duidelijke keuze voor meer afstand tussen bestuur en RvC. Commissarissen moeten volgens hem ontvankelijker zijn voor de behoeften van aandeelhouders aan toezicht en verantwoording.<sup>42</sup> Kiezen zij anders, dan zal zijns inziens het zwaartepunt van de zeggenschapsuitoefening door aandeelhouders

35 Aanbeveling van de Commissie van 15 februari 2005 betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende de comités van de raad van bestuur of van de raad van commissarissen (2005/162/EG), Pb.L. 52/51 van 25 februari 2005.

36 Die ook direct of indirect wordt beïnvloed door SoX. Zie daarover Van Ginneken (2004), p. 152 e.v.

37 DNB stuurt topman van zakenbank Kempen weg, Fd 28 augustus 2006.

38 Rb. Amsterdam 22 mei 2006, 13/993038-04, r.o. 4.4.

39 Zij het dat de Hoge Raad de uitspraak uiteindelijk vernietigde, overigens zonder inhoudelijk op dit punt in te gaan: HR 8 april 2005, NJ 2006, 443, m.nt. G. van Solinge.

40 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 341. Zie in vergelijkbare zin Raaijmakers (1991), p. 175 e.v.

41 Den Boogert (2005), p. 252-254.

42 Den Boogert (2005), p. 256.

zich verplaatsen naar gremia buiten de AVA en wordt de besluitvorming ongrijpbaar. We zouden de facto opschuiven naar een one-tiermodel, waarbij het er niet meer toe doet wat de functionele benamingen zijn voor de hoedanigheden van de betrokken personen van wie men zich dan nog wenst te bedienen. Ik betwijfel echter of die ontwikkeling nog af te wenden is en of het zinvol is daarop de aandacht te richten.

*Checks & balances* kunnen vele vormen en maten hebben. Het ene model is niet noodzakelijk beter dan het andere.<sup>43</sup> Krachten en tegenkrachten moeten elkaar in een werkbare en vruchtbare verhouding in evenwicht houden. Lange tijd zochten wij die in Nederland tussen bestuur en RvC, met name in open verhoudingen en beursvennootschappen. De vraag is of dat inmiddels nog afdoende werkt. De internationalisering van ondernemingen en financiële markten veroorzaakt een sterke druk om ons te conformeren aan breed in de westerse wereld geaccepteerde *best practice*-standaarden. Eén daarvan is de *one-tierboard*. *Two-tierboards* komen nog slechts in enkele westerse landen voor.<sup>44</sup> Ik wil de debatten over de voor- en nadelen van de twee modellen<sup>45</sup> niet bagatelliseren, maar toch is die ontwikkeling op zichzelf reeds een belangrijke drijfveer voor ondernemingen om op te schuiven naar een *one-tiersysteem*. Nog belangrijker is dat aandeelhouders steeds meer zelf de leiding van ondernemingen gaan monitoren en hun invloed gebruiken als zij daar aanleiding toe zien. Aandeelhouders worden mondiger, hebben minder geduld, manifesteren zich nadrukkelijk wanneer zij vinden dat de onderneming – in hun ogen – onjuiste keuzes maakt en maken steeds meer daadwerkelijk gebruik van hun rechten. Hetzelfde geldt voor de AFM als overheidstoezichthouder, hetgeen in mijn ogen overigens een minder wenselijke ontwikkeling is. De AFM zou in mijn ogen meer op de achtergrond dienen te blijven voor het geval de dialoog tussen aandeelhouders en onderneming ontoereikende resultaten oplevert.<sup>46</sup>

Het is een internationale en vooralsnog onomkeerbare ontwikkeling.<sup>47</sup> Natuurlijk moet misbruik van rechten door aandeelhouders worden voorkomen en ik sluit niet uit dat daarom de spelregels op sommige punten aangescherpt worden. Intussen lijkt de ontwikkeling wel degelijk de disciplinerende effecten te hebben die er van werden verwacht.<sup>48</sup> Als '*residual claimants*' lijken die aandeelhouders ook beter geschikt om die rol te vervullen dan de RvC, vooral gelet op de grote afstand tussen ondernemingsleiding en aandeelhouders in beursvennootschappen. Dat het spel zich dan vaak buiten de AVA afspeelt, zie ik niet als een groot bezwaar. Het sluit aan bij de internationale

43 Vgl. Shleifer, Vishny (1997); Hopt, Leyens (2005).

44 Vgl. Pitlo-Raaijmakers, p. 404.

45 Zie bijv. Graziano, Luporini (2005); Van Lede (2005), p. 258 e.v., die overigens opmerkt dat de verschillen tussen de beide modellen in de praktijk niet overdreven moeten worden.

46 Zie uitgebreider Raaijmakers (2006b), p. 4 e.v. Zie over de rol van de AFM verder Timmerman (2005), p. 204 e.v.

47 Zie ook Raaijmakers (2006c), p. 522 e.v.

48 Vgl. Maatman, Raaijmakers (2006), p. 256 e.v.; zie anders Slagter (2006), p. 999 e.v.

ontwikkelingen: in de meeste westerse landen is dat gebruikelijk en wordt dat vaak actief bevorderd. Marktmisbruikregels behoren te worden nageleefd, maar ook dat is elders geen belemmering.<sup>49</sup> Ik zou dan ook willen bepleiten aandeelhouders de mogelijkheid te geven hun actieve rol nader in te vullen en er vooral op te letten of de ‘randvoorwaarden’ (de spelregels) adequaat zijn. Tegelijk kan de RvC zich dan ontwikkelen naar een *one-tier-board* met de daarmee gepaard gaande veranderingen, zoals een zwaardere rol voor de ‘chairman’ en groter wordende risico’s voor aansprakelijkheid.

### 3.3 Aantasting van onafhankelijkheid?

Welke invloed heeft dit op de onafhankelijkheid van commissarissen?<sup>50</sup> Die vraag leidt tot enkele kanttekeningen. Ten eerste neemt het belang van een sterk afstandelijke positie en een onafhankelijke opstelling af. Dat gebeurt al in de praktijk, maar het moet nadrukkelijker onder- en erkend worden. Ten tweede zijn er zekere aanwijzingen dat het hebben van onafhankelijke non-executieve bestuurders of commissarissen bepaald geen garantie is voor betere resultaten van de onderneming.<sup>51</sup> Maar veel belangrijker is in dit verband dat ‘echte’ onafhankelijkheid goeddeels illusoir en moeilijk grijpbaar zal blijven. Zeker is het nuttig vast te stellen dat er geen familierelaties bestaan tussen bestuurders en commissarissen of dat sprake is van andere objectief vaststelbare afhankelijkheidsrelaties die het oordeel van commissarissen zouden kunnen beïnvloeden. Maar dat is slechts een ‘papieren onafhankelijkheid’ (ex ante) die nadien allerm minst waarborgt dat de betrokken commissaris zich daadwerkelijk onafhankelijk opstelt jegens het bestuur. Kroeze beschreef dit eerder treffend: ‘Het voordeel van een formele definitie is dat zij op eenvoudige wijze objectief toetsbaar is. Het nadeel is dat zij lang niet altijd recht doet aan de werkelijkheid.’<sup>52</sup> Vaak ondergraven psychologische processen een dergelijke onafhankelijke opstelling. Men denke aan het verschijnsel dat betrokkenen gedurende een proces geleidelijk zodanig gecommitteerd raken dat ‘waardevrij’ eindoordeel belemmerd wordt, of aan de uit ‘group think’ voortkomende drang zich te conformeren aan de wens en het oordeel van de meerderheid.<sup>53</sup>

49 Zie daarover uitgebreider Raaijmakers (2004), p. 3 e.v. Zie echter Eisma (1998); Vletter-van Dort (2001).

50 Ferrarini en Moloney spreken over een inherente trade-off tussen onafhankelijkheid en incentives: Ferrarini, Moloney (2004), p. 302-303.

51 Zie daarover Ferrarini, Moloney (2004), p. 302; Kroeze (2005), p. 275-276.

52 Kroeze (2005), p. 274.

53 Zie daarover Bebchuk, Fried (2004), p. 27 e.v.; Kroeze (2005), p. 272 e.v.; Raaijmakers (2006a), p. 31 e.v. Zie ook Section A.3.1 van de Combined Code. Vgl. verder J. Smit, Het drama Ahold, 2004, p. 227 e.v. waar beschreven wordt hoe er op zeker moment binnen de raad van bestuur van Ahold feitelijk geen critici meer waren t.o.v. de CEO. Zie over dit principe van ‘group think’ o.m. Jansen (2003), p. 151 e.v.; Marmet, Meyer (2004), p. 14 e.v.; Schermerhorn, Hunt, Osborn (2005), p. 192 e.v.; Aronson, Wilson, Akert (2005), p. 284 e.v. Vgl. ook Musschenga (2004), p. 152 e.v.; Welch (2005), p. 25 e.v.

Deze problemen zijn niet op te lossen met enkele ‘eenvoudige’ formele (en ex ante) onafhankelijkheidscriteria. Kroeze benadrukt in dit verband dat commissarissen die formeel nietonafhankelijk zijn heel onafhankelijk kunnen opereren en commissarissen die formeel onafhankelijk zijn in sommige gevallen juist niet goed in staat zullen zijn om onafhankelijk te opereren. Er is behoefte aan een nader debat over de vraag wat we nu precies verwachten van commissarissen in verschillende situaties. Daarbij is vooral hun verhouding tot de uitvoerend bestuurders van groot belang. In dit licht is de wijze waarop de beloning van commissarissen wordt vastgesteld veel bepalender voor de vraag of zij zich onafhankelijk van bestuurders kunnen opstellen, dan de vorm ervan. Zoals ook Bebchuck en Fried al voor de Amerikaanse situatie lieten zien, dient met name de invloed van bestuurders op de totstandkoming van de bezoldiging van hun eigen toezichthouders onderwerp van onderzoek en zorg te zijn, of deze nu uit vaste of variabele elementen bestaat.<sup>54</sup>

### 3.4 Wat betekent dit voor beloning?

Het voorgaande leidt niet vanzelfsprekend tot de conclusie dat commissarissen variabel moeten worden beloond. Daaraan blijven bezwaren kleven. Er zijn wetenschappelijke, vooral gedragsrechtelijke twijfels of hedendaagse beloningsstelsels wel een positieve prikkel bieden tot betere prestaties.<sup>55</sup> Het blijkt lastig een beloningsstelsel te ontwerpen dat wel aan die voorwaarde voldoet zonder dat tegelijk ongewenst kortetermijn- en manipulatief gedrag in de hand wordt gewerkt.<sup>56</sup> Het is belangrijk vast te stellen dat dit alles niet alleen voor de bestuurders- maar ook voor de commissarissenbeloning geldt. Voor beide moet worden vastgesteld hoe adequate koppeling van resultaat aan beloning een daadwerkelijke ‘alignment’ kan bewerkstelligen. Variabele beloning blijft, zoals hiervoor al is opgemerkt, intussen voor velen gelden als een belangrijk beloningsinstrument. In de markt voor toptalent is het een gegeven dat naar verwachting niet op korte termijn zal verdwijnen. Van belang is verder dat vormen van variabele beloning van non-executieve bestuurders en commissarissen elders in de westerse wereld steeds meer gezien wordt als een belangrijke beloningscomponent, ook al is er ook daar discussie. Ook in Nederland

54 Bebchuck, Fried (2004), p. 205 e.v.

55 Zie Thaler (2005), p. 62. Zie ook p. 667 e.v. Vgl. ook Conyon, Murphy (2002a), p. 625 e.v. waar zij laten zien dat de onderzoeksgegevens over de laatste decennia twijfels doen rijzen naar het verband tussen variabele beloning en prestaties van de onderneming. Zie ook R. Crespí e.a. in dezelfde bundel, p. 647 e.v. Zie verder Bebchuck, Fried (2004), p. 6 e.v.; Cools (2005), p. 81 e.v.; Raaijmakers (2006a), p. 30 e.v.

56 Zie daarover bijv. Jensen, Murphy (2004), p. 18: CEO’s proberen kortetermijnkoersen te verhogen ten koste van langetermijnwaardegroei. Vgl. ook Cools (2005), p. 81 e.v., zij het dat hij de situatie ‘niet hopeloos’ acht.



stijgt de beloning van RvC-leden, zij het dat die ontwikkeling zich vooralsnog voornamelijk tot vaste beloningen beperkt.<sup>57</sup>

Voor een goed beloningsstelsel voor bestuurders zijn drie doelstellingen van belang: *recruit, retain, and motivate*.<sup>58</sup> Voor commissarissen en *non-executives* is dit in beginsel niet anders, als speelt voor hen in de regel de niet-geldelijke reputatiebeloning een belangrijke rol.<sup>59</sup> Net als bij bestuurders is er bovendien een duidelijke toename van het aantal buitenlanders als commissarissen van Nederlandse ondernemingen.<sup>60</sup> Een goed beloningsstelsel behoeft mede in dit verband duidelijke randvoorwaarden. Duidelijkheid, eenvoud, herkenbaarheid in internationaal verband, en een zo rechtstreeks mogelijke, niet vertroebelde koppeling aan resultaat, zijn hierbij cruciaal.<sup>61</sup> Wenst men variabele beloning voor commissarissen, dan moet gekozen worden tussen geschikte en minder geschikte vormen. Denkbaar is bijvoorbeeld de beschreven Engelse variant waarin opties als onwenselijk worden beschouwd, maar beloning in aandelen in beginsel niet, omdat opties te veel gepaard gaan met een gerichtheid op de korte termijn.<sup>62</sup> De ontwikkelingen in het buitenland en de ontwikkeling van het Nederlandse systeem naar een *one-tier-board*, nopen er mijns inziens hoe dan ook toe de terughoudendheid tegenover aandelenbezit door commissarissen te heroverwegen. Niet wenselijk lijken mij beloningen die specifiek gerelateerd worden aan het slagen van een fusie- of overnameproces. Dat spreekt zelfs al bij bestuurders niet zonder meer voor zich nu men zich kan afvragen of dat te verenigen valt met hun fiduciaire verantwoordelijkheid om te handelen in het belang van de onderneming en haar aandeelhouders.<sup>63</sup>

Internationale ontwikkelingen plaatsen ondernemingen voor keuzes. De druk vanuit financiële markten zich te conformeren aan herkenbare *best practice*-standaarden is groot. Dit geldt zowel voor de ontwikkeling naar een *one-tierboard* als voor de daarmee samenhangende wijze van beloning. De zoektocht naar ondernemingsrechtelijke vernieuwingen die een flexibel investeringsklimaat bevorderen, zou gebaat zijn met meer onderzoek naar de vraag of, in de beschreven internationale ontwikkelingen, resultaat-gerelateerde beloningen de vereiste mate van onafhankelijkheid van toezichthouders ondergraven. Het bredere kader van sterker wordende aandeelhouders en de AFM die een belangrijke monitorende functie vervullen, zou daar nadrukkelijk bij betrokken

57 Vgl. Grapperhaus, Visser, Aantek. C.3; Santen/Beek (2006).

58 Zie Executive Remuneration – A Caucus Race?, A Report to the International Corporate Governance Network, icgn.org, juli 2002, pt. 13 en 16 e.v.

59 Vgl. Bebchuck, Fried (2004), p. 25.

60 Abma (2006), p. 169-170.

61 Vgl. Rapport van de Monitoring Commissie van december 2005; Eumedion Aanbeveling betreffende bestuurdersbezoldiging van 25 oktober 2006. Vgl. verder Van Slooten (2005), p. 261 e.v., waar hij o.m. ingaat op de implicaties van de OK-uitspraken over beloning inzake RNA, Getronics en Ahold.

62 Zie in die zin ook voor het Engelse systeem Mallin (2004), p. 114. Vgl. verder Ferrarini, Moloney (2004), p. 296-297.

63 Vgl. punt 11 en 34 van het ICGN-rapport over Executive Remuneration (2002).

dienen te worden. Naar mijn mening dienen wij ons in de verdere bezinning op de rol van commissarissen vooral te concentreren op hun functioneren en verhouding tot het bestuur en minder op een met hun veranderende rol moeilijk te verenigen en ook moeilijk te bereiken ideaalbeeld van een onafhankelijk instituut. Dat is ook steeds minder nodig, omdat aandeelhouders en ook de AFM al bezig zijn die 'toezichtsleemte' op te vullen.

#### 4 SLOT

Zowel bestuurdersbeloning als commissarissenbeloning staat in de belangstelling. Op het eerste gezicht lijken de onderwerpen verschillend. Bij de bestuurder gaat de discussie over de grote stijging die dergelijke beloningen hebben laten zien over de afgelopen jaren en de vraag of daarbij de relatie tussen prestatie en beloning niet is zoekgeraakt. Bij commissarissen gaat de discussie meer over hun veranderende rol en de vraag of de wijze van beloning in Nederland daar nog wel bij aansluit. Daar is de perceptie eerder dat die beloning te laag zou zijn om voldoende te kunnen concurreren met het buitenland en wordt steeds vaker openlijk de vraag gesteld of we niet in navolging van met name de Verenigde Staten ruimte zouden moeten bieden voor variabele beloning van commissarissen.

De discussies hebben echter gemeen dat deze zich te veel lijken toe te spitsen op het toepassen van formele regels over bijvoorbeeld de vraag wanneer een commissaris 'op papier' geacht kan worden wel of niet onafhankelijk te zijn. Er is, zo heb ik geprobeerd aan te geven, behoefte aan diepgaander onderzoek over de meer 'softe factoren' die van invloed zijn op het gedrag van bestuurders en commissarissen. Daarbij kan worden gedacht aan bedrijfscultuur, maar ook aan gedragspsychologische processen als '*group think*' welke de opstelling van potentieel andersdenkenden binnen de raad van bestuur en de raad van commissarissen kunnen beïnvloeden. De effecten van beloning op dat gedrag zijn daarbij nog altijd onvoldoende uitgekristalliseerd en dat maakt het ontwerpen van effectieve regelgeving een hachelijke zaak. Zelfs de basale vraag naar het geclaimde positieve effect van variabele beloning op het gedrag van bestuurders speelt daarbij in de praktijk nauwelijks een rol, zo lijkt het. Het kan best zijn dat zou blijken dat een dergelijk effect maar moeilijk kan worden aangetoond, terwijl het wel het risico op bepaalde negatieve gedragseffecten verhoogt. In dat geval is het waarschijnlijk niet wenselijk om ruimte te bieden voor variabele beloning van commissarissen. Maar dan zou dit tevens bij bestuurdersbeloning ter discussie gesteld moeten worden. Het is echter pas na onderzoek naar de materiële gedragseffecten van (variabele) beloning dat deze discussie zowel bij de beloning van bestuurders als bij die van commissarissen fundamenteel kan worden gevoerd en dat op basis daarvan geïnformeerde keuzes kunnen worden gemaakt over effectieve regelgeving.

LITERATUUR

*Abma 2006*

R. Abma, 'Het aandeelhoudersvergaderingenseizoen 2006: feiten en trends', *TvOB* 2006, p. 169-170.

*Aronson, Wilson & Akert 2005*

E. Aronson, T.D. Wilson & R.M. Akert, 'Social Psychology', 5th edition, New Jersey 2005, p. 284 e.v.

*Bebchuk & Fried 2004*

L. Bebchuk & J. Fried, *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (VS) 2004.

*Beckman 2005*

H. Beckman, 'Enkele losse gedachten bij en over commissaris, toezicht en controle', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 251.

*Bertrand & Mullainathan 2001*

M. Bertrand & S. Mullainathan, 'Are CEO's Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are', *Quarterly Journal of Economics* 2001, V. 116, No. 3, p. 901-932.

*Den Boogert 2005*

M.W. den Boogert, 'De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering; de Januskop van de commissaris', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 252 e.v.

*Conyon & Murphy 2002*

M.J. Conyon & K.J. Murphy, in: *Corporate Governance Regimes; Convergence and Diversity*, Oxford 2002, p. 625 e.v.

*Cools 2005*

K. Cools, *Controle is goed, vertrouwen nog beter*, Assen 2005, p. 81 e.v.

*Covey 2003*

S.R. Covey, *De zeven eigenschappen van effectief leiderschap* (2003).

*Dumoulin 2005*

S. Dumoulin, 'De positie van niet-uitvoerend bestuurders in het monistisch bestuursmodel', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 266 e.v.

*Ebke 2003*

W.F. Ebke, in: *Capital Markets and Company Law*, Oxford 2003, p. 173 e.v.

*Eisma 1998*

S.E. Eisma, *Investor relations* (oratie Leiden), Den Haag 1998.

*Ferrarini & Moloney 2004*

G. Ferrarini & N. Moloney, in: *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, p. 302-303.

*Ginneken 2004*

M.J. van Ginneken, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 152 e.v.

*Grapperhaus & Visser*

F.B.J. Grapperhaus & G.W.Ch. Visser, *Sdu Commentaar Ondernemingsrecht*, Art. 2:145, Aantek. C.3.

*Graziano & Luporini 2005*

C. Graziano & A. Luporini, *Ownership Concentration, Monitoring and Optimal Board Structure*, ssrn.com september 2005.

*Van der Grinten 2004*

W.C.L. van der Grinten, 'De miskende commissaris', in: *Verspreide geschriften*, Deventer 2004, p. 547 e.v.

*De Groot 2005*

C. de Groot, 'Bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 464 e.v.

*Hansmann & Kraakman 2005*

H. Hansmann & R. Kraakman, in: *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford 2005, p. 22 e.v.

*Van den Hoek 2005*

P.C. van den Hoek, 'Verantwoording en de Raad van Commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 344 e.v.

*Honée 1984*

H.J.M.N. Honée, 'De overheidscommissaris en de norminstructie van het vennootschappelijk belang', in: *Goed en trouw* (Van der Grinten-bundel), Zwolle 1984, p. 105 e.v.

*Honée 1996*

H.J.M.N. Honée, 'Commissarissen, gezanten uit Niemandsland?', *De NV* 1996, p. 276 e.v.

*Hopt & Leyens 2005*

K.J. Hopt & P.C. Leyens, 'Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy', *Company & Securities Law Review*, Vol. 1, p. 217-245, 2005.

*Jansen 2003*

P.G.W. Jansen, *Organisatie en mensen*, 4e druk, Haarlem 2003.

*Jensen & Murphy 1990*

M.C. Jensen & K.J. Murphy, 'Performance Pay and Top-Management Incentives', *Journal of Political Economy* 98 1990, p. 225-264.

*Jensen & Murphy 2004*

M.C. Jensen & K.J. Murphy, 'Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them', *ECGI Finance Working Paper*, No. 44/2004, 12 juli 2004.

*Kroeze 2005*

M.J. Kroeze, 'Onafhankelijkheid van commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 275-276.

*Van Lede 2005*

C.J.A. van Lede, 'De rol van de voorzitter', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 258 e.v.

*Maatman & Raaijmakers 2006*

R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hegde funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 256 e.v.

*Marmet & Meyer 2004*

O. Marmet & A. Meyer (red.), *Kleine sociale psychologie*, zesde druk, Zwolle 2004, p. 14 e.v.

*Musschenga 2004*

B. Musschenga, *Integriteit; Over de eenheid en heelheid van de persoon*, Utrecht 2004.

*Raaijmakers 1991*

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Over taak en verantwoordelijkheid van commissarissen', in: *De Bankier als Jurist* (Langman-bundel), Deventer 1991, p. 175 e.v.

*Raaijmakers 2004*

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Communicatie tussen beursondernemingen en aandeelhouders in en buiten de AVA', *TvOB* 2004, p. 3 e.v.

*Raaijmakers 2006a*

G.T.M.J. Raaijmakers, *De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht*, Den Haag 2006.

*Raaijmakers 2006b*

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Actuele ontwikkelingen over aandeelhoudersinvloed', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2006, p. 4 e.v.

*Raaijmakers 2006c*

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Forumbank (1955) Revisited; Verschuivende machtsverhoudingen binnen een beurs-NV', *Ars Aequi* 2006, p. 522 e.v.

*Raaijmakers 2007*

G.T.M.J. Raaijmakers, *De commissaris beloond*, Deventer 2007, p. 35 e.v.

*Santen & Beek 2006*

B.P.A. Santen & J.E. Beek, 'Vast beloningspercentage voor commissarissen', *Fd* 1 november 2006.

*Schermerhorn Jr, Hunt & Osborn 2005*

J.R. Schermerhorn Jr., J.G. Hunt & R.N. Osborn, *Organizational Behavior*, negende editie, Danvers 2005.

*Shleifer & Vishny 1997*

A. Shleifer & R.W. Vishny, 'A Survey of Corporate Governance', *Journal of Finance* Volume 52, No. 2, 1997.

*Van Slooten 2005*

J.M. van Slooten, 'Loonmatiging aan de top: mogelijkheden en beperkingen', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation*, Deventer 2005, p. 261 e.v.

*Skeel 2005*

D. Skeel, *Icarus in the Boardroom*, New York 2005.

*Slagter 2006*

W.J. Slagter, 'Een bedreiging voor de continuïteit van de vennootschap', *NJB* 2006, p. 999 e.v.

*Smit 2004*

J. Smit, *Het drama Ahold*, 2004.

*Timmerman 2005*

L. Timmerman, 'De AFM in de Nederlandse rechtsstaat', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 204 e.v.

*Thaler 2005*

R.H. Thaler (red.), *Advances in Behavioral Finance*, Vol. II, New York 2005.

*Vletter-Van Dort 2001*

H.M. Vletter-van Dort, *Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking* (diss. Utrecht), Deventer 2001.

*Welch 2005*

J. Welch, *Winning*, New York 2005.

*Van Wijnbergen 2007*

S. van Wijnbergen, 'Bos én bedrijfsleven negeren het probleem', *NRC* 20 november 2007.